

## **Ciblage de l'inflation au Maroc : faisabilité du régime**

## **Inflation Targeting in Morocco : feasibility of regime**

**Selma SIDKI**

Enseignant-chercheur

Laboratoire entrepreneuriat et politiques publiques

Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales

Université Ibn TOUFAL

**Date de soumission** : 07/05/2019

**Date d'acceptation** : 10/07/2019

**Pour citer cet article** :

SIDKI S. (2019) « Ciblage de l'inflation au Maroc : faisabilité du régime » Revue Internationale des Sciences de Gestion « Numéro 4 : Juillet 2019 / Volume 2 : numéro 3 » p : 196- 212



**Résumé :**

Cet article se propose de vérifier la faisabilité du régime de ciblage d'inflation au Maroc. Ce régime connaît beaucoup de succès auprès des banques centrales depuis le début des années 90 et constitue pour toute banque centrale, un tournant crucial de sa politique monétaire. Le passage au régime de ciblage d'inflation est généralement précédé, par des réformes économiques et financières portant sur les modalités des finances publiques, le degré de développement du système financier, les mécanismes de transmission monétaire, le rapport entre la banque centrale et le pouvoir politique et sur le régime de change.

Depuis le début des années 90, et suite au programme d'ajustement structurel, le Maroc a procédé à de nombreuses réformes pour la modernisation de son système financier et accompagner les mutations qu'a connu, la relation entre les sphères monétaires et réelles. En 2006, la banque centrale marocaine (BAM) a été dotée de nouveaux statuts pour lui octroyer l'indépendance nécessaire pour conduire sa politique monétaire.

En ce qui concerne la question de change, une première flexibilisation du régime de change a eu lieu en janvier 2018, et un éventuel passage aux changes flottants est attendu sur le moyen terme.

**Mots-clés :** ciblage de l'inflation ; indépendance de la banque centrale ; changes flottants, changes fixe ; politique monétaire.

**Abstract :**

This article aims to verify the feasibility of the inflation targeting regime in Morocco. This regime has been very successful with central banks since the early 1990s and is a crucial turning point for any central bank in its monetary policy. The transition to the inflation targeting regime is usually preceded by economic and financial reforms of the modalities of public finances, the degree of development of the financial system, the mechanisms of monetary transmission, the relationship between the central bank and the government and the exchange rate regime.

Since the beginning of the 1990s, and following the structural adjustment program, Morocco has made many reforms for the modernization of its financial system and to support the changes that have taken place in the relationship between the monetary and real spheres. In 2006, the Moroccan central bank (BAM) was given new statutes to grant it the independence needed to conduct its monetary policy.

Regarding the exchange rate issue, a first flexibilisation of the exchange rate regime took place in January 2018, and a transition to floating exchange rates is expected over the medium term.

**Key words:** inflation targeting ; central bank independence; monetary policy; floating exchange rate; fixed exchange rate



## Introduction

Depuis le début des années 90 du siècle dernier, de nombreuses banques centrales ont troqué leurs anciennes stratégies monétaires pour un régime de ciblage de l'inflation. La Reserve Bank Of New Zeland (RBNZ), La banque centrale de la Nouvelle Zélande, fut la première banque centrale a adopté ce régime en 1990. Depuis, de nombreuses banques centrales de pays avancés suivent ce régime qui, suscite l'intérêt des pays émergents aussi. Cela s'explique par les performances qu'on attribue à la stratégie de ciblage de l'inflation pour la maîtrise des taux d'inflation et le maintien de la stabilité des prix. En effet, depuis la fin des années 70 jusqu'au milieu des années 90, les taux d'inflation avaient connu des hausses spectaculaires et la période de la grande modération n'est plus qu'un passé pour tous les pays. Il a fallu donc, changer les anciennes stratégies monétaires jugées inaptes pour répondre au problème de l'inflation.

Comment peut-on présenter le régime de ciblage de l'inflation ? Toutes les banques centrales peuvent-t-elles l'adopter ou nécessite-t-il des conditions préalables ? Quel cadre institutionnel peut contenir ce régime ?

Dans ce papier nous allons discuter de toutes ces questions et tenter d'y répondre. Dans (1) nous allons présenter le cadre conceptuel pour le régime de ciblage de l'inflation, Dans (2), nous allons présenter le régime de ciblage de l'inflation, dans (3) nous allons présenter les prérequis de ce régime et dans (4) nous allons vérifier la faisabilité de ce régime dans le cas marocain.

### 1- Cadre conceptuel

Depuis le milieu des années 70, le monétarisme à la Friedman, prend le devant de la scène en matière de politique monétaire et plus généralement en matière de politiques économiques et des choix des Policy mix. L'arbitrage entre l'inflation et la croissance des trente glorieuses est fortement délaissé, après la stagflation qui a frappé les économies modernes à partir de 1977, et l'idée d'affectation de chacune des politiques de stabilisation à des objectifs bien précis à la Mundell gagne du terrain, et de ce fait de nombreux travaux, dont ceux de Milton Friedman, plaident pour l'affectation de la politique monétaire à la lutte contre l'inflation. En d'autres termes, à ne plus utiliser la politique monétaire pour la relance économique. Quoi de mieux pour réaliser cette fin que d'éloigner la politique monétaire des mains des gouvernements, de leurs politiques discrétionnaires incohérentes temporellement (Kydland, et Prescott, 1977), mais aussi de leurs fins idéologiques et électorales (Nordhauss, 1975).

A partir de ces travaux émerge l'idée de la nécessité de confier la politique monétaire à une institution « non politisée », capable de conduire la politique monétaire en toute indépendance et de ne pas céder aux « envies » des cycles politiques à la veille de toute échéance électorale. La banque centrale apparaît donc, comme l'institution à même de réaliser cet objectif. Et de là le concept de banque centrale indépendante, marque le nouveau « central banking » à partir du début des années 90. Si la banque centrale indépendante, est depuis, le garant institutionnel du maintien de la stabilité des prix, les stratégies à même de réaliser cet objectif sont légion. Mais le plus important dans toute stratégie est d'arriver au meilleur mix de rigidité et de flexibilité, capable de maintenir la stabilité des prix et la crédibilité de la politique monétaire, mais aussi de faire face aux divers chocs auxquels l'économie peut être confrontée. Surtout lorsque la banque centrale est appelée à jouer son rôle éternel, de prêteur en dernier ressort.

Les changements rapides que connaît le monde de l'économie et de la finance, le développement rapide aussi des produits financiers, mettent les banques centrales à chaque fois, devant la nécessité d'y adapter leurs stratégies monétaires, sans remettre en cause leur indépendance. Ceci dit, ces développements, ont rendu la relation entre l'inflation et la monnaie moins nette et moins directe qu'il y a 30 ans. Ce qui rend les stratégies basées sur les cibles de masses monétaires moins efficaces que par le passé, et accélère le passage de nombreuses banques centrales à cibler directement le taux d'inflation. La banque centrale de la Nouvelle-Zélande fut la première Banque centrale à le faire en 1990. Et depuis de nombreuses banques centrales ont adopté ce régime, tandis que d'autres s'apprêtent pour le faire (la FED, la BOJ, la BCE ne suivent pas ce régime).

Toutefois, pour baser sa politique monétaire sur un régime de ciblage d'inflation, une économie devrait remplir certaines conditions économiques (techniques) et institutionnelles, dont l'adoption d'un régime de change flottant.

L'incompatibilité de Mundell<sup>1</sup> (Mundell, 1963), veut qu'un pays ne peut pas conduire simultanément, une politique monétaire indépendante, un régime de change fixe et une liberté de circulation de capitaux.

---

<sup>1</sup> L'incompatibilité de Mundell signifie qu'il est impossible pour un pays d'atteindre simultanément les trois objectifs suivants : une politique monétaire autonome, des changes fixes et une mobilité des capitaux



La mondialisation et le triomphe de l'économie libérale, qui n'a pas été remis en cause même après la crise de subprimes<sup>2</sup>, ont rendu la libéralisation des mouvements de capitaux nécessaire et la conduite de la politique monétaire par une banque centrale indépendante le seul garant de la réalisation des taux d'inflation non dommageable pour l'économie, comme nous avons mentionné plus haut. Les pays développés comme ceux en voie de développement avec un degré d'ouverture considérable, se trouvent contraints, s'ils veulent continuer à conduire des politiques monétaires autonomes avec comme objectif premier, la stabilité des prix, de flotter leurs taux de change et par conséquent avoir un autre ancrage nominal, en l'occurrence le taux de l'inflation.

La question qui se pose alors, est ce que tous les pays sont en mesure, de passer à une stratégie monétaire basée sur une cible d'inflation ? Est ce que tous les pays sont prêts pour passer à des changes flottants ? Ou encore ce passage (aux changes flottants) est-il aisé et toujours réussi ?

## **2-Le régime de ciblage de l'inflation, une définition**

Le régime de ciblage de l'inflation trouve toute sa légitimité, lorsque le lien entre l'inflation et la masse monétaire perd sa solidité suite, à l'instabilité croissante de la demande de monnaie.

Lorsque la banque centrale, cible le taux d'inflation, elle ne suit en principe aucune autre cible nominale, pour éviter tout conflit entre objectifs, et préserver sa crédibilité et renforcer sa capacité à ancrer les anticipations des agents économiques et par conséquent son efficacité à conduire la politique monétaire. Pour dire que banque centrale suit une régime de ciblage de l'inflation, il faut que ces caractéristiques soient satisfaites dans sa stratégie monétaire (Mishkin,1997) : i) avoir un objectif chiffré d'inflation, ii) un horizon précis pour la réalisation de cette cible qui est généralement une fourchette cible iii) la banque centrale ne devrait suivre aucune autre cible nominale (quantité de monnaie ou taux de change), en d'autres termes, elle est axée sur son objectif de stabilité des prix. Si suite à un choc endogène ou exogène, la banque centrale se trouve contrainte de changer son objectif d'inflation, elle doit impérativement le rendre public et le justifier pour ne pas perdre sa crédibilité en

---

<sup>2</sup> Crise des subprimes : crise immobilière éclatée au Etats-Unis l'été 2007, et qui s'est transformée en crise financière globale avec la faillite de la banque Lehman Brothers en septembre 2008.

surprenant le public par la réalisation d'une politique monétaire autre que celle annoncée en premier lieu.

Mais il est important de souligner qu'avoir une politique monétaire autonome et s'orienter vers l'objectif de stabilité des prix, ne signifie pas pour la banque centrale qui suit un régime de ciblage de l'inflation de négliger les autres aspects de la politique macroéconomique quand le contexte économique ne permet pas d'autres choix. Dans ce sens, le régime de ciblage d'inflation, doit permettre à la banque centrale une marge de manœuvre suffisante pour répondre aux chocs qu'ils soient endogènes, ou exogènes. Cette marge est plus ou moins importante selon le contexte économique, et se matérialise par une fourchette plus ou moins longue et un horizon plus ou moins important.

Sous ce régime, la banque centrale est aussi obligée de renforcer la transparence de ses actions envers les marchés pour continuer à avoir leur confiance et à ancrer les anticipations et par conséquent maintenir l'efficacité de sa politique monétaire. Quand on parle de plus de transparence, il faut souligner que cela nécessite une communication plus importante envers les marchés et envers le public à travers la publication des prévisions d'inflation, et de l'activité économique par la banque centrale.

### **3-Les prérequis du ciblage de l'inflation**

Le passage à un régime de ciblage de l'inflation nécessite, la présence de certains prérequis institutionnels et techniques (économiques), dont l'indépendance de la banque centrale, la qualité des canaux de transmission de la politique monétaire, un régime de change flottant, un système financier suffisamment développé et une discipline budgétaire suffisante et qui contribue au renforcement de l'autonomie de la politique monétaire. Ces prérequis s'ils sont aisément réunis dans certains pays, ils ne le sont pas dans d'autres.

### **3-1L'indépendance de la banque centrale (IBC)<sup>3</sup>**

L'IBC est une condition nécessaire pour l'implémentation du régime de ciblage de l'inflation. Toute stratégie monétaire nécessite un cadre institutionnel pour l'accueillir. La banque centrale indépendante a en principe la stabilité des prix comme objectif principal, et sans lequel sa légitimité serait contestée. Mais ce cadre institutionnel, sans l'existence des outils à même de réaliser l'objectif de stabilité des prix est une coquille vide, pour reprendre l'expression de Michel Aglietta, (Aglietta, 1992). En d'autres termes, une banque centrale indépendante sur les statuts, mais qui ne possède pas les instruments nécessaires pour réaliser les objectifs décrits par les statuts est en réalité sans utilité. Or, pour mettre en place, un régime de ciblage d'inflation, la banque centrale doit avoir l'indépendance de l'objectif et des instruments de la politique monétaire et avoir le dernier mot en cas de conflits entre objectifs (stabilité des prix et objectifs gouvernementaux). Et c'est dans ce sens, que le ciblage de l'inflation ne peut être mené par une banque centrale qui cède son objectif, devant les objectifs du gouvernement en cas de conflits.

Le régime de ciblage d'inflation, nécessite aussi une connaissance approfondie des anticipations des agents économiques en matière d'inflation. Or, cela ne peut se réaliser si la banque centrale a un défaut de crédibilité à tout moment de la conception ou de la réalisation de la politique monétaire. Une banque centrale crédible, est une banque centrale qui ne s'amuse pas à surprendre les agents par la conduite d'une politique monétaire (objectif monétaire) au temps T1, autre que ce qu'elle avait annoncé au temps T0 et œuvre pour gagner la confiance des agents économiques. La crédibilité est l'essence de l'indépendance des banques centrales.

### **3-2 La discipline budgétaire**

Suivre un régime de ciblage de l'inflation, signifie pour la banque centrale comme signalé plus haut, d'avoir l'objectif de stabilité des prix, comme objectif principal et lorsque il y a des conflits entre objectifs de la politique économique (politique budgétaire), elle ne cède pas aux envies du gouvernement pour financer le déficit public par la monnaie centrale. Les dépenses du gouvernement et du secteur public, ne doivent en aucun cas être assurées par la monnaie centrale. Les déséquilibres fiscaux doivent également être maîtrisés parce que dans le cas

---

<sup>3</sup> IBC signifie que la banque centrale est autonome par rapport au pouvoir politique dans la formulation et la mise en œuvre sa politique monétaire.

contraire, ils peuvent conduire à des crises bancaires et financières qui aggravent les problèmes de l'inflation

Il est donc judicieux de mettre en place une discipline budgétaire, parce que lorsque l'endettement et le déficit public sont importants, le gouvernement tentera de financer ses dérapages par la monnaie centrale, ce qui mènera à l'installation d'un biais inflationniste (Kydland, et Prescott ,1977) et par conséquent à l'échec de toute politique monétaire visant la stabilité des prix. Mais bien sur, comme déjà, la discipline budgétaire ne signifie pas que la banque centrale devrait tourner le dos aux problèmes d'endettements et de déficits publics dans les contextes extrêmement critiques qui peuvent conduire à des crises de finances publiques et des crises économiques et qu'elle doit user de sa marge de manœuvre et remplir pleinement son rôle de prêteur en dernier ressort (lors de la crise de 2008, des plans de sauvetage ont été mis en place dans l'union européenne et aux Etats unis et la banque centrale européenne et la Fédérale Réserve américaine ont joué un rôle principal dans ces plans).

### **3-3 Un marché financier développé**

L'existence d'un système financier développé pour la mise en place du ciblage de l'inflation est une condition institutionnelle mais aussi économique. L'existence d'un marché financier développé est cruciale à plusieurs égards. Cela permet au trésor public d'avoir d'autres ressources pour financer ses déficits autres que la monnaie centrale et par conséquent éviter le biais inflationniste. Elle permet aussi une transmission plus efficace des mécanismes monétaires, par la construction d'un lien plus solide entre la politique monétaire et les taux d'intérêt intermédiaires. En d'autres termes, les décisions de la banque centrale en matière de taux d'intérêt se répercutent plus aisément sur les marchés financiers et par conséquent la politique monétaire est plus efficace et plus crédible.

### **3-4 Des changes flottants**

La mise en place d'un régime de ciblage d'inflation par une banque centrale , exige de cette banque centrale, de ne pas suivre une autre cible nominale que ça soit la quantité de masse monétaire ou le taux de change nominal. Dans le cas où la banque centrale cible le taux de l'inflation et celui du change, ses interventions sur le marché de change pour la préservation de la valeur de la monnaie, peuvent compromettre la réalisation de la cible d'inflation.

Il est donc plus judicieux pour un pays de passer aux taux de change flottants avant de mettre en place un régime de ciblage d'inflation. Mais dans la pratique, la question n'est pas



systematique, et le passage aux changes flottants peut être préparé progressivement et faire l'objet d'un choix délibéré, comme il peut être le résultat d'un contexte économique défavorable, qui a mené à des crises de changes et par conséquent contraint les économies, à flotter le change prématurément. Mais il faut signaler aussi que de l'autre côté, de nombreuses banques centrales (pays émergents), ont conduit des régimes de ciblage d'inflation en allégeant leurs régimes de changes vers plus de flexibilité, sans pour autant passer brusquement au flottement pur, chose qui n'a pas empêché ces banques centrales de réaliser des performances remarquables en matière de stabilité des prix (presque 18 pays émergents ciblent l'inflation aujourd'hui).

#### **4- Le ciblage d'inflation au Maroc : perspectives et faisabilité**

Comme de nombreuses banques centrales des pays émergents, la banque centrale marocaine BAM, envisage de passer à un régime de ciblage d'inflation dans le moyen terme. BAM, compte effectuer ce changement dans sa stratégie monétaire pour renforcer la crédibilité de sa politique monétaire, et pour répondre aux changements que connaît le lien entre la monnaie et l'inflation et qui rendent les stratégies monétaires basées sur le ciblage de la quantité de monnaie inefficaces. Ce choix s'impose aussi pour BAM, pour répondre aux différents défis du régime de change et qui poussent la banque centrale à préparer son passage aux changes flottants et par conséquent la cible d'inflation, se présente comme un substitut à la cible de change. La question qui se pose alors, la banque centrale marocaine est elle prête dans un horizon de moyen terme à passer au ciblage explicite d'inflation ? Qu'en est-il de la question de change (condition institutionnelle) ? Le Maroc est-il prêt pour un changement de son régime de change vers un flottement pur ? Et comment prépare-t-il ce changement ?

##### **4-1 L'indépendance de la banque centrale au Maroc (BAM)**

Les statuts de 2006 de BAM ont renforcé son indépendance par rapport à plusieurs questions à savoir le choix d'instruments pour la réalisation de ses objectifs monétaires, l'autonomie par rapport au pouvoir politique et la non monétisation de la dette de l'Etat. D'un autre côté, dans la nouvelle loi bancaire, le conseil national de crédit et d'épargne et le comité des institutions de crédit ne sont plus consultés en ce qui concerne les décisions, l'implémentation et les aspects techniques de la politique monétaire.



Les principaux apports des statuts de 2006, portent sur : (i) La reconnaissance de la stabilité des prix comme première priorité de la politique monétaire, ce qui a renforcé l'indépendance de BAM dans la mesure où le but de rendre autonome la politique monétaire a pour finalité de conduire une politique anti-inflationniste et de renforcer la crédibilité de l'autorité monétaire chez les agents économiques (ii) L'absence des représentants du gouvernement dans le conseil de la banque centrale, ce qui a renforcé son indépendance par rapport au pouvoir politique et la protège des pressions que le politique peut lui imposer pour la conduite d'un objectif autre que la stabilité des prix comme le financement du déficit du trésor. Le représentant du Ministère des finances n'a plus le droit de vote en ce qui concerne les décisions de la politique monétaire (iii) BAM a également la liberté totale dans le choix des instruments à utiliser pour la conduite de la politique monétaire, cela est important dans la mesure où une banque centrale même indépendante de son objectif si elle n'a pas l'indépendance des instruments ne peut pas mener convenablement sa politique anti-inflationniste (IV) l'objectif de la stabilité des prix est préservé en cas de conflits entre objectifs (V) La limitation des avances au gouvernement renforce l'indépendance de la banque centrale parce que le seignuriage (la monétisation de la dette de l'Etat) est inflationniste (VI) Les licenciements et la composition des membres du conseil de la banque centrale ne sont plus laissés à la discrétion du Ministre des finances mais sont définis par les statuts de BAM et les licenciements ne sont plus possibles qu'en cas d'incompétence ou de faute grave. Ce qui montre l'amélioration du degré de l'indépendance de la banque centrale par rapport au pouvoir politique et que le conseil de la banque centrale devient maître de lui-même dans ces décisions de politique monétaire (VII) l'octroi de l'indépendance financière à BAM (VIII) Pour ce qui est de la rotation des membres du conseil de la banque, avant 2006, un décret royal pouvait changer la composition du conseil de la banque sur proposition du Ministère des finances, mais depuis 2006 les membres du conseil, sont désormais nommés pour une durée de 6 ans renouvelables, et ne peuvent être licenciés qu'en cas d'incompétence ou de faute grave (Sidki, 2013, justifications théoriques, déclinaisons opérationnelles du concept de l'indépendance des banques centrales et première évaluation de l'indépendance de BAM, Thèse de doctorat).

Tous ces apports, montrent que l'indépendance de BAM a été fortement consolidée et accrue et que cette indépendance n'était pas seulement inscrite dans le texte de loi, mais manifestée dans les pratiques de la banque centrale.

Après à la crise des subprimes de 2007, les banques centrales doivent accomplir de nouvelles missions a coté de leurs missions traditionnelles, notamment la conduite de la politique macro prudentielle<sup>4</sup>, un projet des nouveaux statuts de BAM<sup>5</sup> est voie d'être voté pour définir les modalités de la politique macro prudentielle mais il vise également à consolider le statut de BAM en tant que banque centrale indépendante.

Sur ce registre, on peut relever du projet du nouveau statut, que l'indépendance de BAM, n'a pas été remise en cause. Au contraire elle a été renforcée, l'objectif de stabilité des prix devient l'objectif principal de la banque centrale. Dans les statuts de 2006, la stabilité des prix est seulement un objectif parmi d'autres.

L'article 6 du projet, est clair, il montre que la politique monétaire est l'apanage de la banque centrale en totalité, et que la banque se concerta avec le gouvernement en ce qui concerne la coordination avec les politiques économique et macro-prudentielle. En ce qui concerne l'indépendance institutionnelle, on relève un renforcement des attributions du conseil de la banque.

#### **4-2 La discipline budgétaire**

La séparation entre les opérations monétaires et budgétaires est clairement définie et renforcée par les statuts de 2006 de BAM. De part ces statuts, BAM n'est plus obligée de financer le déficit du gouvernement ou des entreprises publiques, mis à part la facilité de liquidité qui est limitée à 5% des ressources fiscales du gouvernement et qui est destinée à être utilisée pendant 120 jours par an. Les autorités monétaires ont aussi mis en place un programme sérieux de gestion de la dette publique, et cela semble donner ses effets et renforcer le principe de séparation entre les opérations monétaires et fiscales. Depuis 2005 on assiste à l'amélioration de la performance fiscale. Depuis cette date, le déficit public a été réduit à moins de 2% réalisée en 2006 et a réalisé un excédent en 2007 et 2008. Ces performances sont la conjonction de la croissance des ressources fiscales de 3% par rapport à 2006 à travers l'élargissement de l'assiette fiscale et à la réduction de la dette publique qui se situe à 56,9% en 2009 au lieu de 61% en 2006. Les taux réalisés en 2009 et 2010 (3,8% et 4,5%) sont le résultat d'un choc exogène (crise financière). Mais à partir de 2010, on assiste à un

---

<sup>4</sup> La politique macro prudentielle est destinée à éviter la constitution des bulles des actifs et la matérialisation des risques systémiques et à renforcer la résilience du système financier et sa capacité à absorber les chocs.

<sup>5</sup> Un projet pour changer les statuts de BAM est en cours d'adoption.



rebondissement du ratio dette du trésor/PIB qui passe de 50,3 en 2010 à 59,6 en 2012 pour afficher le taux de 63,4 en 2014. On peut expliquer ces contreperformances en partie, par les effets de la crise financière globale de 2008, mais plusieurs données internationales ne légitiment plus aujourd'hui cette tendance haussière de la dette publique, notamment la baisse des cours du pétrole depuis 2016, et la réforme de la caisse de compensation.

Ces hausses continues de la dette du Trésor et de la dette publique globale entraînent un effet boule de neige de la dette publique, qui est généralement nuisible pour toute économie et peut conduire dans cas extrêmes à des crises des finances publiques.

#### **4-3 La nature du marché financier marocain**

Depuis le début des années 90, le Maroc a connu une refonte totale de son système financier. Les problèmes auxquels le pays a été confronté depuis la fin des années 70 et qui ont nécessité l'implication des instances financières internationales et la mise en place du programme d'ajustement structurel en 1983, ont induit la conduite de nombreuses réformes structurelles au niveau économique et financier.

On assiste alors, à la généralisation de la banque universelle, à la libéralisation des taux d'intérêt, à la déréglementation de l'activité bancaire par la levée de l'encadrement de crédit en 1991, à la suppression des emplois obligatoires entre 1992 et 1998, à la libéralisation progressive des taux d'intérêt créditeurs à partir de 1985 et des taux débiteurs à partir de 1990. Tout cela s'est consolidé par l'entrée en vigueur d'une nouvelle loi bancaire en 1993.

D'un autre côté, les autorités monétaires, ont mis en place une réglementation prudentielle efficace pour limiter les risques encourus par les établissements du crédit (risques liés à la libéralisation de leurs activités). Comme signalé précédemment, l'année 2006, vient couronner tout cet effort par la réforme de la loi bancaire et des statuts de BAM. Mais en dépit de ces acquis considérables, le secteur bancaire qui accapare la grande part du système financier marocain reste très lié au capital de l'Etat.

Le marché de capitaux a été lui aussi sujet à de nombreuses réformes, depuis 1984, on assiste aussi à la refonte totale du socle juridique sur lequel repose le marché financier. La création du marché des adjudications des bons de Trésor en 1989 a constitué un fait marquant du système financier marocain. Comme on a déjà vu, le canal des adjudications s'est ouvert petit à petit aux différents acteurs. En premier lieu, il a été ouvert aux banques, puis aux établissements financiers et compagnies d'assurance, puis aux entreprises publiques et privées

puis enfin en 1995 aux personnes physiques et non résidents. L'année 1995, a connu aussi l'ouverture du marché monétaire aux émetteurs privés, par la création des titres de créances négociables, constitués par les certificats de dépôts émis par les banques, les bons de société de financement et les billets de trésorerie émis par les entreprises non financières. Toutes ces réformes ont permis l'émergence de la désintermédiation financière et favorisé les circuits substitutifs aux crédits bancaires.

#### **4-4 Transparence de la politique monétaire**

Le ciblage de l'inflation est une stratégie monétaire qui nécessite beaucoup de transparence, de crédibilité et de communication de la part de la banque centrale, des conditions nécessaires pour ancrer les anticipations des agents économiques en matière d'inflation.

Depuis 2006, après chaque réunion du conseil de BAM, un communiqué de presse expliquant les décisions prises par le conseil en ce qui concerne la politique monétaire est rendu public<sup>6</sup>. D'un autre côté, le gouverneur de BAM tient une conférence de presse au début de chaque année afin de partager avec le public les évaluations et les directions de la politique monétaire<sup>7</sup>. Dans ce même contexte de renforcement de la transparence et de la communication, la banque centrale a commencé depuis la fin de l'année 2004 à publier un rapport concernant ses activités de supervision et un autre rapport sur le système de paiement depuis 2006. BAM procède aussi à des publications périodiques et trimestrielles.

Il est donc clair qu'en termes, de transparence et de communication, BAM remplit le minimum des exigences pour le passage au ciblage de l'inflation, mais elle lui reste encore du chemin à faire. Sur le site de BAM, aucun document de travail n'est publié, alors que cela est courant dans toutes les banques centrales modernes. La publication des rapports d'inflation et du développement des prix et des pressions inflationnistes est nécessaire dans un régime de ciblage de l'inflation, mais jusqu'à présent ces rapports ne figurent pas parmi les publications de BAM.

#### **4-5 Le régime de change marocain**

Lorsqu'une banque centrale décide de passer au régime de ciblage de l'inflation, elle doit abandonner toute autre cible nominale, notamment le ciblage du taux de change, parce que le

---

<sup>6</sup> Le communiqué de presse est publié le jour même sur le site de BAM

<sup>7</sup> Cela vient matérialiser les dispositions de la nouvelle constitution pour l'évaluation des politiques publiques.



risque de conflits entre objectifs devient grand et mènera la banque centrale à céder son objectif de stabilité des prix (politique monétaire), au profit de l'objectif de change (politique de change), ce qui coutera à la banque centrale sa crédibilité. Le passage à un régime de change flottant avant l'adoption d'une cible d'inflation est nécessaire.

Dans ce sens, le Maroc qui suit un régime de change fixe, a procédé au début de l'année 2018 à une réforme de son régime de change, en élargissant la bande de fluctuation de la monnaie nationale de 0,3 à 2, 5 à la hausse comme à la baisse. Cette réforme peut être qualifiée d'une flexibilisation dans le cadre d'un régime fixe en vue d'un éventuel passage au flottement. Cette période transitoire, devrait permettre à la banque centrale d'instaurer des systèmes de gestion et de régulation du risque de change et permettre au marché de se développer suffisamment pour pouvoir répondre à tous les défis qui seront imposés par le régime flottant. La banque centrale devrait aussi se dégager petit à petit de son rôle d'intervenants sur le marché de change (Market Maker) et permettre la levée des règlements sur ce marché. Dans ce sens, on peut signaler que BAM n'a pas intervenu sur le marché de change depuis le mois de mars 2018 (selon les données disponibles sur le site de BAM). Cela témoigne que BAM a joué pleinement son rôle pour répondre aux besoins en devises et témoigne aussi de l'adaptation des acteurs économiques à la nouvelle réforme.

Le changement du régime de change a pour finalité aussi de lever la pression sur les réserves de changes, inhérente aux changes fixes et répondre aux chocs sans faire pression sur les réserves de change. Or depuis juillet 2017, après les spéculations qui ont suivi l'annonce de BAM, de passer aux changes flottants (cette annonce a été reniée après, suite aux spéculations) on assiste à une baisse des réserves de change de plus de 15%.

La réforme de janvier 2018, n'est qu'une étape de la période transitoire avant le passage au change flottant, une deuxième étape de flexibilisation plus poussée devrait suivre.

La politique prudente que BAM poursuit pour le passage aux changes flottants, est louable, mais la période transitoire, ne doit pas être trop longue. Parce que l'expérience des pays émergents montre que les régimes intermédiaires ont été prouvés incapables de supporter de larges et brusques changements dans les sentiments des marchés et des mouvements de grande ampleur dans les flux de capitaux (Ait lemqueddem, 2019).

La période transitoire, doit aussi connaître des réformes structurelles portant sur l'amélioration de l'attractivité des investissements directs étrangers et du climat d'investissement en général.

## **Conclusion**

Le processus de libéralisation économique et financière, que le Maroc poursuit depuis le début des années 90, du siècle dernier ont impacté l'orientation des politiques économiques et surtout les politiques de stabilisation. Le changement des statuts de BAM en 2006, pour lui octroyer son indépendance a imposé une discipline budgétaire et a interdit le financement des déficits publics par la création monétaire, et a permis à la politique monétaire de se consacrer à son objectif de stabilité des prix.

Dans ce contexte, le choix de la stratégie monétaire est primordial. BAM avait déclaré à plusieurs reprises<sup>8</sup> son intention de passer au régime de ciblage de l'inflation. Cela nécessite au préalable la satisfaction de plusieurs conditions, dont l'indépendance de la banque centrale, la discipline budgétaire, l'existence d'un système financier développé et le flottement de la monnaie nationale et l'abandon des changes fixes. La situation du Maroc eu égard plusieurs conditions est satisfaisante. En ce qui concerne la question de change, la réforme de Janvier 2018, constitue le premier pas vers le flottement, que les autorités comptent préparer à travers une politique prudente et qui, selon les responsables de BAM, prendra en compte à chaque étape, le contexte macroéconomique marocain.

---

<sup>8</sup> A titre d'exemple, le discours du Wali de BAM, lors du séminaire internationale organisé à Rabat, sur le ciblage de l'inflation en avril 2007

**Bibliographie :**

Agenor P. et El Aynaoui K. (2008), The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Morocco: An analytic Framework, ERF Workshop Paper IT\_OCT08\_WS12 Agénor P.R. et

Aglietta M. (1992), l'indépendance des banques centrales leçons pour la banque centrale européenne revue d'économie financière n 22

Ait Lemqeddem H. (2019), Le régime de change : une revue de littérature, Revue internationales des sciences de gestion.

Alesina A. et Guido Tabellini 1991, A positive Theory Of Fiscal Deficits and Government Debt in Democracy, NBER Working Papers 2308

Al-Mashat R. (2008), Monetary Policy in Egypt: A retrospective and preparedness for inflation targeting? ERF Working Paper No. 134

Aubert L. et Eyssartier D. (2002) cible de niveau des prix, versus cible d'inflation: Etat des lieux et perspectives, Revue d'économie financière n 65

Boughrara A., Boughzala M. et Moussa H., The efficiency of monetary policy in a changing macroeconomic Environment, ERF Workshop Papers N IT\_OCT\_WS2

Boughrara A. (2008), Boughzala M. et Moussa H (2008), credibility of Inflation Targeting in Morocco and Tunisia, ERF Working Papers N 448

Boughrara (2009), Monetary Transmission Mechanisms in Morocco and Tunisia, ERF Working paper N 460

Ersel H. et Özatay F. (2008), Inflation Targeting in Turkey, ERF Workshop Paper N° IT\_OCT08\_WS9

Epstein G. et Yeldan E. (2008), Beyond Inflation Targeting: Assessing the impacts and Policy alternatives, ERF Working paper.

Friedman, M. (1968b), The role of monetary policy, American Economic Review, vol. 58, pp. 1-17.

Friedman, M. (1977), Note de lecture: Inflation and unemployment, Journal of Political Economy, vol. 85, n. 3, juin, pp. 451-472.

Kydland F.E., Prescott E.C. (1977), rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans: the journal of political economy, volume 85.

McCallum, B. T. (1995b), New Zealand's monetary policy arrangements: some critical issues, Discussion Paper G 95/4, Reserve Bank of New Zealand.

Mishkin F.S. (2004), Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries? Festschrift in Honor of Guillermo A. Calvo.

Mishkin, F. S. et Posen, A. S. (1997), Inflation targeting: lessons from four countries, Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York.

Mundell, R. A. (1963), Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates, Canadian Journal of Economics, vol. 29.

Nordhaus (1975), The political Business Cycle, Review of Economic Studies, N 42

Pollin J.P. (2001), pour une stratégie de cible d'inflation dans la zone Euro, Revue d'économie financière N 65.

Pollin J.P. (2008), de la crise financière à la récession : Une lecture « à la Bernanke », Revue d'économie financière, hors série

Scarlata J. (2001), le ciblage de l'inflation, conférences sur la macroéconomie, institut du FMI.

Sidki S. (2013), justifications théoriques, déclinaisons opérationnelles du concept de l'indépendance des banques centrales et première évaluation de l'indépendance de BAM, Thèse de doctorat.

Tounsi S. (2006), Les Finances Publiques, Prospective "Maroc 2030", Haut Commissariat au Plan.

Tounsi S. et al (2012), Inflation Targeting and Choice of Exchange Rate Regime for Developing Countries, International Research Journal of Finance and Economics.